

2021年报&2022一季报点评：受益棉价上行、需求旺盛，21年业绩靓丽、22Q1延续高增

买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,774	9,043	10,106	10,938
同比	27%	16%	12%	8%
归属母公司净利润(百万元)	1,371	1,383	1,438	1,482
同比	274%	1%	4%	3%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.91	0.92	0.96	0.99
P/E(现价&最新股本摊薄)	6.11	6.05	5.82	5.65

投资要点

- 公司公布2021年报&2022一季报：**1)2021年：营收77.74亿元/yoY+26.73%、归母净利13.71亿元/yoY+274.47%，收入增长来自需求回暖、产能扩张、产能利用率回升、棉价上涨等多因素共同带动，业绩略超我们此前预期，主因21年棉价上行促毛利率同比+15.24pct超我们预期。分季度看，21Q1-Q4营收分别同比+37.5%/61.3%/5.7%/13.4%、归母净利分别同比+212.64%/404.22%/464.13%/209.65%，Q3营收增速有所放缓，主因8月越南疫情影响生产。2)22Q1：营收19.75亿元/yoY+5.4%、归母净利3.45亿元/yoY+54.6%，延续较快增长趋势。
- 需求旺盛、量价齐升共促收入增长。**1)分产品看，21年色纺纱/坯纱收入分别同比+34.6%/+13.8%，收入分别占总营收的62.2%/33.1%，色纺纱增长较快主因需求回暖+产量回升+产品售价提升。2)分量价看，21年纱线销售合计24.18万吨/yoY+11.77%，估算纱线单价同比约+13%，单价上涨主要受益于年内棉价上涨较多(国内/国际棉价21年分别上涨48%/50%)，公司相应提升产品售价。3)分地区看，21年境内/境外收入分别同比+17.1%/+32.7%，收入分别占总营收的34.6%/60.1%，其中境外收入增长较快，主要受益于21年国内外疫情发展节奏不同导致的海外订单向国内转移、促需求持续旺盛。
- 产能扩张有望持续，产能利用率同比回升。**1)产能：截至21年末公司产能170万锭(越南110万锭+中国60万锭)，其中越南产能较20年新增10万锭、对应yoY+10%。公司拟定增募集10亿元扩建越南39万锭纱线项目、已于22年3月获得证监会核准，公司预计2022/2023年分别投产约20万锭，相当于2022年越南产能有望同比约+18%。2)产能利用率：20年停产+需求不旺导致越南平均产能利用率仅60%-70%。21年产能利用率有所回升，其中8月越南疫情严重、导致越南工厂产能利用率最低降至32%左右，随着疫情好转，Q4恢复至约90%、全年产能利用率约80%。21年越南百隆实现收入同增16.42%、净利同增310%。
- 棉价大涨+低价库存促毛利率大幅提升。**21年公司毛利率在人民币升值背景下仍实现同比+15.24pct至26.21%，主因年内棉价大幅上涨+产量提升带动。分产品看，色纺纱/坯纱毛利率分别同比+10.70/22.91pct至25.58%/26.65%，主因21年国内/国际棉价分别上涨48%/50%，而公司具备6-8个月低价棉花库存储备，大幅提升毛利率空间。22Q1毛利率继续同比+8.19pct至26.08%、但环比21Q4回落10.31pct。我们判断，22年棉价进一步大幅上涨概率不大，公司22Q1末存货42.5亿元、棉花储备充足、低价库存优势仍存，另外当前人民币趋势走弱、公司境外收入占比60%、汇率贬值形成利好。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内色纺纱龙头，21年在外需旺盛、越南工厂产能扩张、产能利用率回升、棉价上行等因素综合带动下，业绩表现靓丽，22Q1业绩快速增长趋势延续。21年公司推出两期股权激励，行权条件均为21-23年营收分别不低于63/64/65亿元、纱线销量分别不低于21/22/23万吨，21年已达成行权条件。22年3月以来国内局部疫情下防控趋严，将导致国内下游需求放缓、以及订单加速向越南印度转移，综合考虑22Q1毛利率环比有所回落，我们将22年归母净利同比从10.5%下调至9.0%，预计23-24年分别同比增长3.96%/3.05%，22-24年EPS分别为0.92/0.96/0.99元/股，对应PE6.1/5.8/5.7X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**国内及越南疫情反复、棉价大幅波动、棉花期货合约影响业绩。

2022年05月02日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.58
一年最低/最高价	5.04/7.46
市净率(倍)	0.90
流通A股市值(百万元)	8,370.00
总市值(百万元)	8,370.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.18
资产负债率(% ,LF)	40.10
总股本(百万股)	1,500.00
流通A股(百万股)	1,500.00

相关研究

《百隆东方(601339)：产能利用率回升+棉价上涨，共促业绩高增》

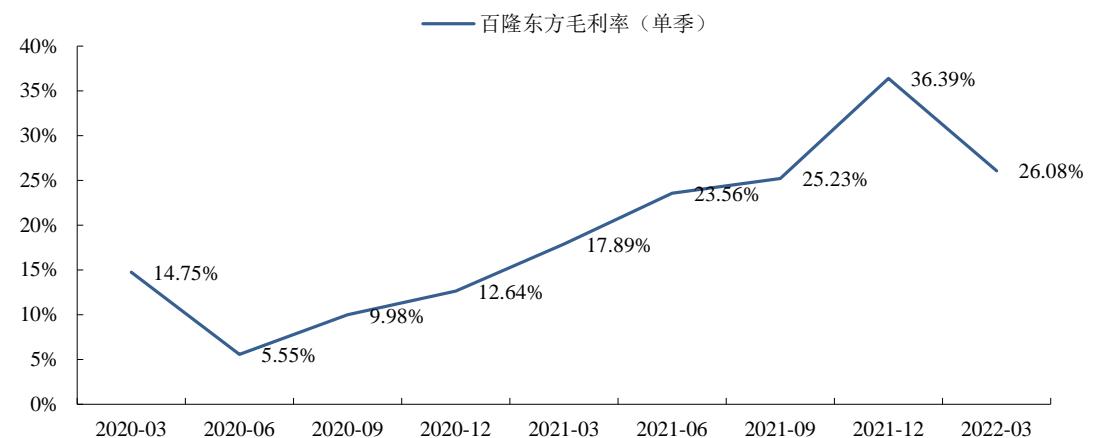
2022-01-24

图1：2020年至今国内、国际棉价走势



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：22Q1公司毛利率环比有所回落



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

百隆东方三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,869	8,298	9,694	10,967	营业总收入	7,774	9,043	10,106	10,938
货币资金及交易性金融资产	1,743	3,009	3,243	3,434	营业成本(含金融类)	5,737	6,934	7,914	8,674
经营性应收款项	734	837	939	1,019	税金及附加	41	50	56	60
存货	4,147	4,360	5,411	6,406	销售费用	37	43	49	53
合同资产	0	0	0	0	管理费用	364	416	465	503
其他流动资产	244	92	101	107	研发费用	155	181	202	219
非流动资产	7,405	7,441	7,640	7,980	财务费用	110	175	174	174
长期股权投资	2,195	2,395	2,595	2,795	加:其他收益	21	36	40	44
固定资产及使用权资产	4,050	4,046	4,146	4,355	投资净收益	172	271	303	328
在建工程	241	120	60	30	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	657	627	597	567	减值损失	-47	-70	-50	-40
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-3	2	2	2
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	1,472	1,483	1,542	1,589
其他非流动资产	258	248	238	228	营业外净收支	-2	4	4	4
资产总计	14,274	15,738	17,334	18,947	利润总额	1,470	1,487	1,546	1,593
流动负债	4,015	4,202	4,320	4,411	减:所得税	99	104	108	112
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,317	3,317	3,317	3,317	净利润	1,371	1,383	1,438	1,482
经营性应付款项	390	504	571	623	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	56	139	158	173	归属母公司净利润	1,371	1,383	1,438	1,482
其他流动负债	253	243	274	298					
非流动负债	1,265	1,265	1,265	1,265	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.91	0.92	0.96	0.99
长期借款	1,053	1,053	1,053	1,053	EBIT	1,414	1,419	1,420	1,429
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	1,956	2,033	2,091	2,170
租赁负债	23	23	23	23					
其他非流动负债	190	190	190	190					
负债合计	5,281	5,468	5,585	5,677	毛利率(%)	26.21	23.32	21.68	20.70
归属母公司股东权益	8,993	10,271	11,748	13,270	归母净利率(%)	17.63	15.29	14.23	13.55
少数股东权益	0	0	0	0	收入增长率(%)	26.73	16.33	11.75	8.23
所有者权益合计	8,993	10,271	11,748	13,270	归母净利润增长率(%)	274.47	0.90	3.96	3.05
负债和股东权益	14,274	15,738	17,334	18,947					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,453	1,971	962	1,094	每股净资产(元)	6.00	6.85	7.83	8.85
投资活动现金流	-197	-923	-1,091	-1,266	最新发行在外股份(百万股)	1,500	1,500	1,500	1,500
筹资活动现金流	-566	-283	-137	-137	ROIC(%)	10.25	9.41	8.58	7.87
现金净增加额	676	766	-266	-309	ROE-摊薄(%)	15.24	13.47	12.24	11.17
折旧和摊销	542	614	671	740	资产负债率(%)	36.99	34.74	32.22	29.96
资本开支	-562	-494	-694	-894	P/E(现价&最新股本摊薄)	6.11	6.05	5.82	5.65
营运资本变动	-453	-139	-1,087	-1,028	P/B(现价)	0.93	0.81	0.71	0.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>